

2021年12月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

口子窖(603589): 改革待时间检验, 518望成大单品

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-19

当前股价(元)	82.30
总市值(亿元)	493.8
总股本(百万股)	600.0
流通股本(百万股)	600.0
52周价格范围(元)	47.9-86.49
日均成交额(百万元)	801.1

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 三季度报稳增长, 盈利能力小幅波动

公司2021Q1-Q3营收36.29亿元(同增35.0%), 归母净利润11.50亿元(同增33.2%)。其中2021Q3营收13.86亿元(同增24.0%), 归母净利润4.63亿元(同增22.7%), 三季度报稳增长。2021Q1-Q3末合同负债为4.09亿元, 环比减少0.87亿元。2021Q1-Q3毛利率74.59%(同降1.88pct)。其中2021Q3毛利率74.31%(同降2.44pct), 系原材料上涨及中低档酒恢复性增长所致。2021Q1-Q3净利率31.70%(同降0.44pct), 其中2021Q3净利率33.40%(同降0.36pct), 小幅波动。

■ 产品结构持续优化, 省内恢复强劲增长

公司前三季度产品结构持续优化, 2021Q1-Q3高档、中档和低档白酒分别实现收入34.45亿元(同增34.3%)、0.80亿元(同增96.0%)和0.60亿元(同增23.6%); 其中2021Q3高中低档产品收入分别为13.21亿元(同增22.9%)、0.35亿元(同增117.0%)和0.17亿元(同增2.9%)。高档酒中兼香518对营收有重要贡献, 口子10年、20年等产品迎来高增长。2021Q1-Q3省内外营收分别为28.7亿元、7.2亿元、同增分别为41.5%、14.2%; 其中2021Q3省内外营收分别为11.23亿元(同增32.0%)和2.50亿元(同减2.7%), 省内恢复强劲增长。

■ 渐进式改革待时间检验, 兼香518有望成大单品

今年是“十四五”开局之年, 公司重点实施“六大提升”计划, 继续推进口子产业园一期、二期项目建设, 加快实现“百亿口子”战略目标。

当前公司渐进式改革需要时间检验: 股权激励方面, 公司已完成回购313万余股, 占总股本的0.522%, 已支付费用1.49亿元, 我们预计股权激励有望明年实施。产品方面, 新增初夏、仲秋和兼香518补充和卡位口子6年、口子10年、口子20年、口子30年之间的价格带。兼香518走团购渠道和直营渠道, 目前市场接受度良好, 预计兼香518有望成为公司又一个大单品。组织架构上, 终端地推人员较以往有明显增加, 厂家开始直达终端掌握市场最新动态, 为科学管理市场提供依据。渠道上, 加强经销商管理考核力度, 建立厂商共赢的利益共同体, 借助新品初夏和仲秋要求经销商成立新团队进行渠道推广, 大商配合意愿在增强。市场建设方面, 严格执行“一地一策”, 重点构建团购渠道为主、传统渠道为辅的

市场格局，不断提高中高端以上产品市场占有率，稳步壮大市场规模。区域扩张方面，公司省内市场，进一步实施渠道下沉，提升渠道终端覆盖率，稳固省内“基本盘”；省外市场，抢抓长三角、京津冀、大湾区等发展机遇，加大团购渠道运作力度，不断扩大省外“增长面”。

■ 盈利预测

我们看好公司渐进式改革进程有望加快及兼香518有望成为大单品，预计2021-2023年EPS为2.89/3.65/4.42元，当前股价对应PE分别为28/23/19倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、改革进度不及预期、股权激励推进不及预期、518增长不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	4,011	5,221	6,500	7,724
增长率（%）	15.5%	30.2%	24.5%	18.8%
归母净利润（百万元）	1,276	1,735	2,192	2,654
增长率（%）	-25.8%	36.0%	26.3%	21.1%
摊薄每股收益（元）	2.13	2.89	3.65	4.42
ROE（%）	17.6%	21.4%	23.3%	23.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	4,011	5,221	6,500	7,724
现金及现金等价物	1,504	4,444	5,579	7,539	营业成本	996	1,182	1,436	1,652
应收款	707	715	801	846	营业税金及附加	616	799	988	1,166
存货	2,879	2,985	3,320	3,475	销售费用	546	710	891	1,066
其他流动资产	1,533	1,546	1,557	1,569	管理费用	233	261	319	371
流动资产合计	6,623	8,188	9,756	11,928	财务费用	-16	-13	-17	-23
非流动资产:					研发费用	18	23	29	35
金融类资产	1,501	1,501	1,501	1,501	费用合计	781	981	1,221	1,449
固定资产	1,776	2,093	2,127	2,055	资产减值损失	-1	-8	-5	-3
在建工程	726	290	116	46	公允价值变动	16	0	0	0
无形资产	435	430	408	387	投资收益	53	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	1,687	2,267	2,860	3,459
其他非流动资产	247	247	247	247	加: 营业外收入	3	3	3	2
非流动资产合计	3,183	3,060	2,898	2,735	减: 营业外支出	20	2	2	1
资产总计	9,806	11,248	12,655	14,663	利润总额	1,670	2,268	2,861	3,460
流动负债:					所得税费用	394	533	670	806
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,276	1,735	2,192	2,654
应付账款、票据	728	1,302	1,394	1,544	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,699	1,699	1,699	1,699	归母净利润	1,276	1,735	2,192	2,654
流动负债合计	2,427	3,001	3,093	3,243					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	141	141	141	141	营业收入增长率	15.5%	30.2%	24.5%	18.8%
非流动负债合计	141	141	141	141	归母净利润增长率	-25.8%	36.0%	26.3%	21.1%
负债合计	2,568	3,142	3,234	3,384	盈利能力				
所有者权益					毛利率	75.2%	77.4%	77.9%	78.6%
股本	600	600	600	600	四项费用/营收	19.5%	18.8%	18.8%	18.8%
股东权益	7,239	8,106	9,421	11,279	净利率	31.8%	33.2%	33.7%	34.4%
负债和所有者权益	9,806	11,248	12,655	14,663	ROE	17.6%	21.4%	23.3%	23.5%
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
净利润	1276	1735	2192	2654	资产负债率	26.2%	27.9%	25.6%	23.1%
少数股东权益	0	0	0	0	营运能力				
折旧摊销	154	140	161	162	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
公允价值变动	16	0	0	0	应收账款周转率	5.7	7.3	8.1	9.1
营运资金变动	-947	-700	-525	-362	存货周转率	0.3	0.7	0.7	0.8
经营活动现金净流量	499	2323	2012	2755	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	519	118	140	142	EPS	2.13	2.89	3.65	4.42
筹资活动现金净流量	1922	-868	-877	-796	P/E	38.7	28.5	22.5	18.6
现金流量净额	2,940	1,574	1,274	2,100	P/S	12.3	9.5	7.6	6.4
					P/B	6.8	6.1	5.2	4.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。